

学校编码: 10384
学号: 32120111150589

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

保荐代表人的工作经验能否有效降低 IPO 抑价?

Can Working Experience of Sponsor Representative Help
Effectively Reducing IPO Underpricing?

王玮钰

指导教师姓名: 吴育辉 副教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2014 年 04 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 04 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

IPO 抑价现象在各国资本市场上普遍存在,我国证券市场作为一个新兴加转轨的资本市场,IPO 抑价率一直维持在较高的水平,远高于其他国家的平均水平。为加强上市公司的信息披露质量,减少证券市场的信息不对称,提高 IPO 定价的准确性,我国自 2004 年 2 月开始正式实施证券保荐制度。这一制度规定了保荐机构与保荐代表人共同对上市公司公开发行股票承担保荐责任。

保荐制度运行的 10 年中,许多学者对这一制度进行了研究,然而以往的文献主要从保荐机构的角度展开研究,却忽略了保荐制度的另一主体——保荐代表人,在 IPO 定价过程中,同样起到重要的认证和信号传递作用。本文从保荐代表人的角度出发,研究其丰富的工作经验能否有效降低 IPO 抑价率。

本文通过对 2006 年至 2012 年 1033 个沪深股市 IPO 项目进行分析,研究保荐代表人的工作经验与 IPO 抑价率的关系,市场环境和保荐机构声誉对这种关系的影响,以及保荐代表人的工作经验如何影响 IPO 抑价率。研究发现:(1)保荐代表人的工作经验能够提高保荐代表人的工作效率,显著降低 IPO 抑价率;(2)这一关系受到市场环境的影响,在牛市时,保荐代表人的工作经验对 IPO 抑价程度的缓解作用加强;(3)保荐代表人的工作经验与 IPO 抑价率的关系并不受保荐机构声誉的影响;(4)同一项目两个保荐代表人的工作经验差异越大,IPO 抑价率越低;(5)保荐代表人的学历和性别因素对 IPO 抑价率没有显著影响;(6)保荐代表人的工作经验与盈余管理程度显著负相关,说明经验丰富的保荐代表人能更好地审核上市公司财务信息质量,完成核查工作,降低了发行人与投资者之间的信息不对称,提高 IPO 定价效率。本文的主要贡献是首次从保荐代表人角度对 IPO 抑价的影响进行研究,为 IPO 抑价的影响因素提供了新证据,同时对于我国证券监督管理部门加强我国保荐代表人的管理有重要的指导意义。

本文共分为六个部分。第一部分为引言,介绍本文的选题背景、文章内容及意义;第二部分为文献综述,对 IPO 抑价及工作经验与绩效关系的相关学术成果进行总结;第三部分为保荐制度背景,简要介绍保荐制度的起源以及在中国的运行效果;第四部分为研究设计,包括研究假设、数据来源、变量定义和构建模型;第五部分是实证检验;第六部分是结论。

关键词: 保荐代表人; 工作经验; IPO 抑价

Abstract

IPO underpricing generally exists in the capital markets all around the world. As an emerging and transitional capital market, China's IPO underpricing rate has remained at a very high level, which is much higher than the average level of other countries. For improving the quality of information disclosure, reducing information asymmetry of securities market, and improving the accuracy of the IPO pricing, China began formal sponsor system since 2004 February.

In 10 years' implementation, many scholars have studied this system. But previous literature mainly focus the research on the sponsor agency, which is one of subjects of sponsor system. This paper research from the perspective of sponsor representative, which is another subject of sponsor system. The sponsor representative plays a very important role in the transmission and certification in the process of IPO and it is an independent information intermediary. We want to research whether their rich working experience can improve the efficiency of IPO pricing.

Based on 1033 IPO projects in Shanghai and Shenzhen stock markets during 2006-2012, we analyzed the relationship between working experience of sponsor representative and IPO underpricing, and whether the market environment and the reputation of the sponsor agency affects this relation, and how working experience of sponsor representative affects IPO underpricing. This study find: (1) The relevant working experience of sponsor representative can improve their work efficiency, significantly reduce the rate of IPO underpricing; (2)Market environment will impact this relationship, in the bull market, the relation between working experience of sponsor representative and IPO underpricing will be strengthened; (3)This relationship is not affected by the reputation of sponsor agency; (4)The difference of two sponsor representative's working experience is greater, the lower the rate of IPO underpricing; (5)The sponsor representative's education and gender have no significant effect on IPO underpricing; (6)The sponsor representative's working experience is significantly negatively correlated with earnings management, which demonstrates that an experienced sponsor representative can improve financial

information quality of listed company, reduce the information asymmetry and IPO underpricing. This paper is the first research from the perspective of sponsor representative studying IPO underpricing rate, and provide new evidence of IPO underpricing's influencing factors, and have an important guiding significance for CSRC to strengthen the management of sponsor representative.

This paper is divided into six chapters. Chapter 1 is Introduction. This chapter introduces the paper's research background, content and significance. Chapter 2 is Literature Review. This chapter summaries academic achievements of IPO underpricing and the relationship between working experience and performance. Chapter 3 is Institutional Background, briefly introduces the origin of the sponsor system and operation results in China. Chapter 4 is Research Design. This chapter includes the research hypotheses, data source, variable definition and empirical model. Chapter 5 is Empirical Research. Chapter 6 is Conclusion.

Key Words: Sponsor Representative; Working Experience; IPO Underpricing.

摘 要	I
Abstract	II
第一章 引言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.3 研究内容	3
1.4 创新点	4
第二章 文献综述	6
2.1 信息不对称理论	6
2.2 声誉理论	10
2.3 工作经验与绩效的关系	13
2.4 小结	15
第三章 保荐制度背景	17
3.1 保荐制度的起源及作用	17
3.2 我国保荐制度实施的背景及内容	18
3.3 我国保荐制度的实施效果	20
第四章 研究设计	22
4.1 研究假设	22
4.2 样本数据及来源	24
4.2 变量定义	25
4.3 检验模型	29
第五章 实证检验	31
5.1 描述性统计	31
5.2 相关性分析	35

5.3 多元回归.....	37
5.4 进一步研究.....	43
第六章 结论	46
6.1 研究结论.....	46
6.2 政策建议.....	47
参考文献	49
致 谢	54

Contents

Chinese Abstract	I
Abstract.....	II
Chapter 1: Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Significance	2
1.3 Research Content	3
1.4 Innovation Point	4
Chapter 2: Literature Review.....	6
2.1 Information Asymmetry	6
2.2 Reputation Theory	10
2.3 Relationship between Working Experience and Performance	13
2.4 Brief Summary	15
Chapter 3: Sponsor System's Background	17
3.1 Origin and Function of Sponsor System	17
3.2 The Development and Content of China's Sponsor System.....	18
3.3 Effect of China's Sponsor System.....	20
Chapter 4: Research Design.....	22
4.1 Research Hypothesis	22
4.2 Sample Selection and Data Source	24
4.2 Variable Definition.....	25
4.3 Empirical Model.....	29
Chapter 5: Empirical Research	31
5.1 Descriptive Statistic.....	31
5.2 Correlation Analysis	35

5.3 Regression Analysis	37
5.4 Further Study	43
Chapter 6: Conclusion.....	46
6.1 Research Conclusion	46
6.2 Suggestion	47
References	49
Acknowledgement	54

第一章 引言

1.1 研究背景

新股首次公开发行抑价现象在各国资本市场上普遍存在。新股发行价格远低于其内在价值发行，不仅大大减少了上市公司获得的融资金额，而且导致股票二级市场供求机制失衡，刺激了市场投机心理，降低了资本市场资源配置的效率，使发行公司和中小投资者利益受损。据研究，发达国家股票市场新股的平均抑价率大约在 15% 左右，发展中国家股票市场新股的平均抑价率略高于发达国家，而我国股票市场的 IPO 抑价率水平远高于其他国家，高达 136%。我国股票市场自成立以来，不断改革发行制度和发行方式，以期提高市场的规范性和透明性，降低 IPO 抑价率，但 IPO 抑价率仍维持在较高的水平。

我国的高 IPO 抑价问题吸引了众多国内外学者对其进行研究和分析。根据已有的研究可知，我国证券市场长期以来，之所以有 IPO 高抑价现象，主要有两方面原因：一方面是，中国股市还不是一个有效的市场，运行机制不够完善，股票的发行定价受到政府的严格管制，发行人为了获得更高的融资金额和满足上市条件，对公司财务信息进行盈余管理，使股票发行价格脱离其真实价值。另一方面是由于我国资本市场上新股供求机制失衡，“新股发行价格肯定低于其内在价值”这一信息吸引了足够的投资者，刺激了市场投机心理，导致大量资金闲置在一级市场，严重影响了股票市场的健康发展。

为提高上市公司信息质量，减少证券市场的信息不对称，提高 IPO 定价的准确性，保障投资者利益，我国自 2004 年 2 月开始正式实施《证券发行上市保荐制度暂行办法》，并且于 2006 年 1 月 1 日实施的新《证券法》中正式以法律形式确立了证券保荐制度。

这一制度作为证券发行体质的重大革新，曾被证监会和投资者寄予厚望，自实施以来，备受关注。在制度运行的 10 年中，助推了我国证券发行上市的规范化，对保护投资者利益和保证证券市场有效运行做出了积极地影响。然而，与发达国家相比，我国的 IPO 抑价率仍处于较高的水平，可见这一制度并没有起到提高 IPO 定价准确性的作用，其所笼罩的神圣光环也已慢慢退却。许多学者对这一制度进行了相关研究，已有研究主要是从保荐机构的角度进行研究，忽略了

保荐制度中另一类保荐主体在 IPO 定价过程中的作用。

保荐制度中保荐主体有两类：一是保荐机构，即具有证券经营牌照的证券承销商¹；二是保荐代表人，即保荐机构中符合规定的专业人员。保荐工作由保荐机构与发行人签订协议开始，机构指定两名保荐代表人具体负责一家发行公司的保荐工作。从保荐工作的规程可以看到，保荐机构只是负责承接发行项目，而对于具体调查推荐和后续督导工作则是由保荐代表人跟进，也就是说保荐代表人与发行公司直接接触，所以，保荐代表人对于公司的信息质量和运作情况了解要多于保荐机构，在发行公司股票定价过程中，保荐代表人起到重要的认证和信号传递作用，为保荐机构提供有效信息。特别是对于新股首发项目，由于首发上市的公司前期的资料不够规范，更需要保荐代表人细心地核查，凭借自己的专业知识和经验对拟上市公司提交的文件的真实性和完整性做出判断，更好地评价公司价值，确定发行价格。

著名经济学家郎咸平曾经在讲座中指出，保荐代表人是最能把握其推荐上市公司质量好坏的人。而对于保荐代表人的任职资格选拔，按照国外的做法，应该是选取一批声誉卓著、富有经验、富有社会地位、珍惜自己名声的人，这样的保荐代表人才会有公信力，他们推荐的公司一定是好的，一定能保障投资者的利益。

因此，在拟上市公司新股发行的过程中，保荐代表人作为一个独立的信息中介，起着非常重要的认证和信号传递作用，其对 IPO 项目的尽职调查程度，会影响发行定价的准确性，而保荐代表人工作经验越丰富，就有更好的尽职调查能力，能提高财务审查过程中的信息披露质量，降低信息不对称程度，提高 IPO 定价效率。此外，经验丰富的保荐代表人还能能为保荐机构对 IPO 的定价提供有效的信息和决策支持，进而也会提高 IPO 的定价效率。

1.2 研究意义

本文从保荐代表人的角度探讨了我国保荐制度实施以来，保荐代表人的工作经验能否有效降低 IPO 抑价率，研究意义主要表现为：

（1）理论意义

首先，本文在研究视角上进行了扩展，丰富了研究主体。在目前已有的研究

¹ 保荐机构为具有证券经营牌照的证券承销商，因此，本文中保荐机构和承销商两个概念混用。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库